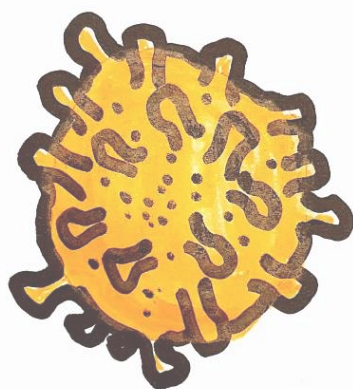


# ICEI Papers COVID-19

*Instituto Complutense de Estudios Internacionales*

---



**Nº 17**

**14 DE ABRIL DE 2020**

---

**Covid19: contención y  
reconstrucción. Implicaciones para  
la eurozona**

Ivan H. Ayala García



# **Covid19: contención y reconstrucción. Implicaciones para la eurozona**

**Iván H. Ayala García**

*Investigador asociado al Instituto Complutense de Estudios Internacionales (ICEI) y Profesor de la Universidad Rey Juan Carlos (URJC).*

## **1. INTRODUCCIÓN**

Las necesidades de recursos asociados a la crisis del Covid19 en la eurozona permiten diferenciar dos fases. Una primera, centrada en una rápida transferencia corriente a familias y empresas afectadas por las medidas de contención, sobre lo que cabe proponer una acción rápida para mitigar los efectos inmediatos de las medidas de contención: una mutualización de la deuda a través de los mecanismos existentes, sin necesidad de negociaciones políticas ni transferencia de rentas. El mecanismo consistiría en emisiones extraordinarias de eurobonos de los países afectados y la compra por parte del ESM. Este mecanismo tendría externalidades positivas para la detención de la pandemia. En segundo lugar, para la fase de reconstrucción se propone aquí una sistematización de las medidas que pueden ser tomadas en el marco legal de la UE. Al contrario de lo que se está reclamando, no se prevé un plan de inversión europeo. Pero esto no tiene por qué significar algo negativo, siempre que haya planes de reconstrucción nacionales y modificaciones en el marco europeo que lo permitan.

En una ya clásica -a pesar de reciente- aportación de Gourinchas (2020) se establece un diabólico trade-off, cuanto más duras sean las medidas de cuarentena para detener la pandemia más eficaz serán, pero tendrán un mayor impacto económico a corto plazo, aunque más rápida será la recuperación. El brutal impacto de frenar la curva en seco en China lleva a apreciar ya en los indicadores mensuales hasta febrero de 2020: caída del índice de producción industrial en 14%, el de producción de servicios un 13%, caída de las ventas minoristas del 20% hasta febrero, caída del VAB de empresas públicas (7,9%) y privadas (20,2%), la inversión más de un 20%. Sabemos que la curva de la pandemia ya se ha aplanado en China, pero no sabemos cuánto puede durar el efecto económico. Se espera que a medida que se relajen las medidas de confinamiento se reactive la economía y esas cifras se recuperen. McKibbin and Roshen (2020) calculan de media una caída del PIB mundial del 6.7% con EEUU y la eurozona cayendo 8.4%. Por otro lado, la afectación a países emergentes puede ser importante, tanto por el impacto sanitario como por la importante salida de capitales que ya están experimentando (Arezki, Nguyen 2020).

El mismo patrón se está produciendo en los países afectados en Europa. En la crisis 2008-09 hubo una afectación a la oferta productiva principalmente del lado del sector financiero, y el impacto de la recesión en el sector manufacturero por la recesión más que por el shock (Baldwin and Tomiura, 2020). La pandemia desencadena conjuntamente un shock de oferta (por la paralización de la actividad productiva por la cuarentena) y de demanda (por la desaparición del consumo) generados por las medidas de contención que se manifestará en las cifras del segundo trimestre. Cada trimestre del año supone unos 300.000 millones de euros de media en España. La pérdida económica temporal que suponga el Covid19 se medirá en la cantidad de esos trimestres que perdamos. Goldman Sachs prevé un parón económico sin precedentes en EEUU (dos veces y media superior a la mayor caída del PIB en ese país) y un incremento en el desempleo de hasta el 9% (actualmente en el 5%).

A nivel internacional, el hecho de que la pandemia afecte a la UE, EEUU y China, supone afectar al 50% del PIB mundial (16%,24% y 16% respectivamente). La ralentización económica puede ser de tal

---

magnitud, que sus consecuencias son comparables sin duda a las de una guerra, con una destrucción productiva en muchos países sin precedentes en su historia. Ciertamente, no va a haber destrucción material (y la humana será relativamente menor, aunque no por ello menos dramática), pero sí una productiva con un importante impacto económico. El objetivo por tanto debe ser implementar medidas para mitigar el impacto de la contención en oferta y demanda, que no causen heridas irreparables al sector productivo, y prepararnos cuanto antes la reconstrucción.

## 2. LAS PRIMERAS RESPUESTAS: LO DE SIEMPRE

En ese sentido, en un primer momento se debe detener la sangría y para ello es necesario generar un instrumento rápido que provea liquidez ilimitada a los estados miembros sin generar endeudamiento asimétrico. El plan del BCE (ECB, 2020) con un nuevo programa de compra de activos, *Pandemic Emergency Purchase Programme*, de 750 mil millones hasta diciembre es un paso necesario, aunque como solo permite proveer de liquidez al sector financiero, es insuficiente.

Diferentes países han puesto en marcha planes de gasto para afrontar la situación (Anderson et. al, 2020, FMI, 2020). En estos momentos se necesita incrementar la liquidez al sistema financiero y facilitar su acceso al máximo para continuar la actividad productiva aquellas empresas que puedan. Para ello también sirven los necesarios avales puestos en marcha por diversos gobiernos (Anderson et. al, 2020), para movilizar un crédito que sin ese aval no se movilizaría. Sin embargo, no sirve de mucho proveer únicamente endeudamiento para empresas o familias que no están generando rentas (Gross, 2020). Necesitan dinero, transferencias corrientes, no crédito, pues de lo contrario los agentes saldrían más endeudados que antes de la crisis, pero con menos capacidad productiva y, por tanto, empeoraríamos nuestra solvencia. Esto significa que los estados miembros deben implementar medidas extraordinarias de mantenimiento de ingresos para hogares y empresas. Concentrando estas medidas en los países, empresas y hogares afectados directamente por la crisis del Covid podremos maximizar el impacto y minimizar el coste en un momento donde el gasto se va a multiplicar. Con ánimo de maximizar la eficiencia habría que repartir la carga del rescate de forma óptima entre los agentes con capacidad para ello. De esta forma el estado debería proveer de estos ingresos mínimos, al tiempo que suspende hipotecas para que estos ingresos no vayan directamente al sector financiero, sino que incrementen la renta disponible de hogares y empresas. Los potenciales problemas derivados que esto pudiera generar son limitados ya que el sistema financiero tiene garantizada su solvencia y su liquidez gracias a las actuaciones del BCE. No obstante, la arquitectura de la UE hace que este plan deba ser diseñado para encajar en su difícil entramado institucional y complicados equilibrios políticos.

## 3. LA MUTUALIZACIÓN DE LA DEUDA

El coste de este mantenimiento temporal no debería suponer un incremento del endeudamiento de los países que lo implementen, como han pedido al menos 7 jefes de estado de la UE en una carta conjunta al presidente del Consejo, Charles Michel. La postura oficial que mantienen Alemania y Países Bajos entre otros es negativa. Con un menor impacto del Covid y una menor deuda pública, tienen una mayor capacidad fiscal, y no ven ventaja alguna a mutualizar la deuda, como ha sucedido hasta ahora. Ese es el plan de los países centrales, otra vez: endeudamiento del sur, reestructuración y austeridad.



---

Sin embargo, que los países emitan deuda propia como ahora implica que aquellos más afectados saldrán todavía más endeudados. España tenía un 95% de deuda pública sobre el PIB, e Italia un 138%, y durante la pasada crisis. Considerando que la pasada crisis España incremento más de un 130% su deuda pública e Italia un 30%, parece claro que a la crisis de la pandemia no se le debe añadir una crisis deuda pública. El BCE no es una institución diseñada para la compra masiva como la FED o el BoJ, por lo que se deben articular medidas que teniendo en cuenta la pandemia, encajen en la arquitectura de la UE.

La configuración de la respuesta de la UE otra vez por tanto parece ser la misma que en la anterior crisis, endeudamiento del sur, reestructuración y austeridad. Confían en que el shock será lo suficientemente asimétrico como para que no les afecte de forma relevante. Después de este shock temporal la capacidad productiva, por ahora intacta, seguirá estando disponible y el impacto asimétrico no les afectará tanto como a los del sur. Hasta antes de la crisis los países centrales se habían opuesto a la mutualización porque tenían pocos incentivos: percibían que el incremento de liquidez o reducción del riesgo de mutualizar deuda con países de economías menos fuertes poco o nada les podía beneficiar. Pero ahora no estamos hablando de la teoría de las áreas monetarias óptimas y cómo los shocks afectan asimétricamente a un país u otro y la movilidad de capital y trabajo podrían reducir el impacto. Tampoco es una situación dónde el riesgo moral pueda jugar un papel importante. Estamos hablando de actuar de forma coordinada para terminar una pandemia con efectos macroeconómicos potencialmente devastadores.

La mutualización de la deuda es necesaria para que frenar la curva de contagio no suponga un incremento individual de los países que la contienen. Dado que el esfuerzo por detener la pandemia está directamente asociado con la paralización de la actividad económica, y por ende tendrá asociado un mayor endeudamiento, la mutualización permitiría a los países que sufran un mayor impacto de la pandemia asumir las medidas diseminando los riesgos de endeudamiento entre toda la UE. La lógica es clara: esta política no solo beneficiaría al país que la implementa, sino que beneficiaría también al conjunto a la UE, por lo que es una externalidad positiva y por ello tiene sentido -así nos lo cuenta la teoría de federalismo fiscal- que parte de su financiación sea supranacional para que pueda internalizar dicha externalidad.

Un bien público aparece de forma natural en presencia de externalidades positivas o negativas. Tomando el seminal marco de Dybvig y Spatt (1982), en el caso de externalidades positivas los agentes proveen de ese bien público emprendiendo una acción mientras que, en el caso de externalidades negativas, los agentes proveen de ese bien público no emprendiendo la acción que las conlleva. Las externalidades positivas aparecen cuando un bien o servicio producido o consumido genera efectos positivos en aquellos agentes que no lo están produciendo o consumiendo. La intervención para la detención de la pandemia tiene características de bien público con externalidades positivas para el conjunto de la UE. En el caso de la pandemia, las externalidades positivas se derivan de emprender acciones de paralización económica para la contención del virus. Existen dos riesgos asociados a las externalidades positivas. La primera es que los que toman las medidas en un primer momento y expanden su adopción entre los demás países tienen un coste mayor de emprenderlas, al mismo tiempo que proveen de un bien público al resto de agentes que no están sufriendo el coste, pero sí el beneficio de las medidas (la contención de la pandemia). El bien público no solo aparece en el momento del shock de la pandemia, sino a lo largo de la vida del virus, por ejemplo, una eliminación prematura -por presión de los agentes económicos- de las medidas de restricción puede desencadenar otra vez la difusión del virus. El segundo riesgo es que cuando haya países que estén emprendiendo medidas de contención, otros pueden no tener incentivos a adherirse a las mismas porque el coste individual de emprenderlas excede el beneficio privado, pero no el beneficio colectivo por la externalidad positiva. Es óptimo por

---

tanto ofrecer un esquema supranacional que permita asegurar a los países frente a estos riesgos para maximizar los efectos de la externalidad positiva de detener la pandemia.

Sin embargo, la construcción institucional de la UE hace que este instrumento tenga que ser diseñado de forma que encaje dentro de la legalidad europea. Para ello proponemos una acción rápida para mitigar los efectos inmediatos de las medidas de contención: una mutualización de la deuda a través de los mecanismos existentes sin necesidad de negociaciones políticas ni transferencia de rentas.

## 4. LITERATURA AL RESPECTO

Existen ya varias propuestas encima de la mesa, aunque todas ellas deben ser adaptadas a la presente crisis. Una de las más conocidas es la de Weizsacker & Delpla (2011), llamada “Blue Bond Proposal”. Se basa en mutualizar el montante de deuda hasta llegar al 60% (sénior, blue bonds) y dejar a los estados miembros con suficiente capacidad fiscal la emisión por encima de esa cifra (junior, red bonds). En caso de default la deuda junior se pagaría primero y la sénior solo aquella parte no cubierta por la junior. El principal problema de esta propuesta es el tratamiento diferente de los dos tipos de bonos, y por tanto la generación de dos tipos de mercados, uno de los cuáles, los rojos, menos líquido. Esto dificulta el mecanismo en tiempos de crisis. Dübel (2011) propone una la mutualización parcial (no total como la anterior propuesta) de todo el stock de deuda hasta el 60% del interés y el principal de cada bono. Esta propuesta tiene la ventaja de no generar diferencias entre bonos garantizados y no garantizados, y no tener límite de emisión. La curva de rendimientos sería la misma, pero con todos los bonos incluyendo una parte junior y otra sénior, por lo que se reduciría el coste marginal de endeudamiento durante escenarios de crisis. La mutualización parcial implica introducir una prima de riesgo a cualquier nivel de endeudamiento, mientras que en la Blue Bond Proposal, la parte mutualizada no tendría prima de riesgo asociada.

También se pusieron encima de la mesa los “safe bonds” (Brunnermeier, et al 2016), unos bonos emitidos por una agencia europea que comprase el 60% de toda la deuda soberana de acuerdo con el PIB de los países. Para financiar esta compra la agencia emitiría dos tipos de bonos, uno junior y otro senior, tanto en principal como en interés. El BCE eso sí, debería tratarlos como activos preferentes para recibir colateral. De esta forma la búsqueda de seguridad en momentos de crisis iría de la parte de la parte junior a la senior, y no de un país a otro.

La Comisión publicó (EC, 2011) un Green Paper sobre mutualización con tres propuestas diferentes con diferentes grados de mutualización. La más profunda era la sustitución total de la emisión nacional por Stability Bonds emitidos de forma común a través de una agencia. La segunda opción era una sustitución parcial de deuda nacional por deuda soberana (un enfoque como la Blue Bond Proposal), con un límite del 60%.

Muy probablemente harán falta varias olas de esfuerzos para detener la pandemia económica. Lo ideal, tal y como se ha propuesto de manera recurrente, sería tener un presupuesto de la eurozona y un tesoro que emitiera bonos. Como no es posible crear a corto plazo dicho mecanismo, Carlos Costa, gobernador del Banco Central de Portugal -y, por ende, gestor del sistema europeo de bancos centrales- proponía utilizar el ESM como mecanismo de financiación a los países en problemas, y que los bonos emitidos para este menester fueran 100% comprados por el BCE. Esta opción es la propuesta por un grupo de economistas con Benassy-Quéré (2018, 2020) a la cabeza, con la creación de una línea específica por el ESM con vencimientos largos, pero de mercado. Esta configuración permitiría activar el LTRO del

---

BCE y comprar dichos bonos. Otra propuesta hecha por Giavazzi y Tabellini (2020) consiste en que los estados creen bonos Covid a 50 y 100 años o incluso a perpetuidad, con el ánimo de superar las limitaciones que tiene el ESM. Cada país emitiría sus propios bonos pero todos serían idénticos, y estarían respaldados por la capacidad conjunta.

## 5. LA PROPUESTA DEL PLAN EN DOS FASES (PDF)

### 1. Por qué dos fases

La opción ideal consistiría simplemente en que el BCE compre de forma ilimitada deuda de los estados miembros en el mercado secundario. El anunciado programa *Pandemic Emergency Purchase Programme* (ECB, 2020) de 750.000 millones está pensado hasta diciembre y cuenta con las limitaciones de los Asset Purchases Programs (APP): las compras se realizan en los mercados secundarios, es decir a través de los bancos y tienen un límite temporal y de proporción de deuda por país. Las compras se realizan en función de la participación en el capital en el BCE de los BC nacionales. Además, a raíz de la inclusión de las Cláusulas de Acción Colectivas (CAC), estas compras se limitaban al 25% para que el BCE no pueda ser minoría de bloqueo en el caso de una reestructuración, aunque para el caso de deuda sin CAC este porcentaje llega al 33%.

Todas estas salvaguardas se establecen para no desviarse del artículo 125 del TFUE, la “no bail-out clause”, que prohíbe a la UE y a sus instituciones asumir deuda de otro estado miembro. Por eso se impide al BCE comprar en los mercados primarios (artículo 123 TFUE). Todas las medidas implementadas de provisión de liquidez han tenido sumo cuidado de no violar dichos artículos con diferentes procedimientos. Hasta 2015 la política monetaria del BCE se mostró eficaz en proveer liquidez al Eurosistema como prestamista de última instancia (Acharya, 2018). Sin embargo, no fue tan eficaz en estabilizar los mercados de deuda pública (De Grauwe, 2013, Winkler 2014), para lo que se aprobaron los programas de Outright Monetary Transactions para comprar deuda pública de forma limitada. Alemania a través de su Tribunal Constitución (Bundesverfassungsgericht) apeló al artículo 267 TFUE para elevar al TJUE estas operaciones por potencial violación de los artículos anteriormente mencionados entre otros. La decisión del TJUE especifica claramente que este tipo de mecanismos tiene que ser temporal, ya que el SEBC tiene específicamente prohibida la compra de deuda pública en los mercados secundarios si sus efectos son similares a los de la compra en el mercado primario. Una modificación como esta en la política monetaria del BCE significaría una violación clara del TFUE por lo que para aplicarla con suficiente seguridad jurídica de forma sostenida habría que modificar el TFUE, cosa que parece difícil en momentos de estrés económico.

Además de los aspectos legales anteriormente señalados, que el BCE compre en función del *capital key* y hasta el, en el mejor de los casos, el 33% de deuda pública de los países miembros no responde al impacto de la pandemia, porque no es una herramienta diseñada para tal efecto. Está diseñada para que el Eurosistema no se quede sin liquidez, y es una herramienta que debe formar parte del paquete, pero es insuficiente. Por ello es necesario pensar en un despliegue de recursos nacionales y europeos que encajen en el marco institucional de la UE y respondan a las necesidades de la presente crisis a corto (contención) y a medio plazo (reconstrucción).

Añadiendo el marco de bien público y externalidades de Dybvig y Spatt (1982), podemos afirmar que, a corto plazo, cuántas más duras las medidas de contención mayores externalidades positivas para el conjunto de la UE, pues menores efectos económicos tendrá la pandemia y por ende menores recursos han de dedicarse a la reconstrucción posterior (Gourinchas, 2020). La herramienta financiera que se

---

necesita en esta fase son las transferencias corrientes para sostener el coste de la externalidad, es decir, el parón económico de las medidas de contención. El problema es que el marco de la UE no permite transferencias corrientes entre países miembros y todo el andamiaje de tratados y construcción de la UME está sostenido por este principio.

Y sin embargo es necesario para poder eliminar la pandemia de la UE. Tradicionalmente se ha esgrimido el riesgo moral para no permitir mutualizaciones. Dos de los informes del Giovanni Group (European Commission, 2001,2003) así lo concluyeron:

*“Consolidation may, therefore, create moral hazard problems for regulators and central banks.”* (European Commission, 2001).

Sin embargo, tal y explica el marco Dybvig y Spatt (1982), en esta situación el riesgo moral aparece cuando el miedo a los efectos del parón económico genera incentivos a los gobiernos a no implementar suficientemente fuertes o duraderas para la contención.

La minimización de muertes totales en la UE necesita un mecanismo de transferencias que permita sostener cueste lo que cueste la expansión de la pandemia mediante medidas de contención. Estos recursos se pondrán a disposición de todo aquel país que paralice de forma significativa la actividad, tomando unos criterios comunes, en base a las indicaciones de la OMS. No hay efectos de riesgo moral en este caso sino todo lo contrario.

Una vez establecido el mecanismo urgente de asistencia para la contención y las medidas hayan hecho efecto, se debe poner en marcha la siguiente fase, la de reconstrucción. En esta fase operan las mismas restricciones señaladas anteriormente respecto al marco institucional de la UE, pero existe un mayor número de instrumentos disponibles y cambios institucionales posibles. Esta fase necesita movilizar recursos para realizar principalmente inversiones reales, con unas rentabilidades ligadas a los objetivos de reconstrucción. La naturaleza de los recursos por tanto no tiene que ver con las transferencias corrientes sino con inversión real. Para minimizar los recursos necesarios en esta segunda fase es imprescindible maximizarlos en la primera.

## 2. Primera fase de contención: la solución técnica

La propuesta siguiente tiene dos fases, una la de contención (solución técnica) y otra la de reconstrucción (solución política). Ambas fases necesitan movilizar recursos, aunque una de forma más inmediata y otra a medio y largo plazo. La primera de ellas consiste en un mecanismo de urgencia que permita superar el momento de impacto y confinamiento, evitando el colapso súbito de toda la economía. Para ello los estados miembros afectados trasladarán rentas a empresas afectadas por la cuarentena y/o hogares que han visto eliminado su puesto de trabajo, compensando parte o toda la renta que han perdido debido a la paralización de la actividad económica. La limitación legal de los tratados que afecta al BCE explicada en el apartado anterior impide que sea éste el que compre de forma ilimitada a los estados sin un cambio en los tratados que aporte seguridad jurídica a esta política.

Sin embargo, el ESM puede abrir una línea especial creada a tal efecto por el mecanismo de urgencia (artículo 4 del Tratado del ESM párrafo 3). El tratado de creación del ESM habla de una estricta condicionalidad macroeconómica apropiada al instrumento y su finalidad. Que los recursos puestos a disposición de los estados miembros afectados se transferirán directamente a los agentes afectados en los países miembros por el parón es sin duda una condicionalidad muy fuerte, que puede ser verificada y que está plenamente justificada para el objetivo de detención de la pandemia. Por tanto, para maximizar la efectividad de la herramienta y reducir el riesgo moral, la única condicionalidad requerida

---

debiera ser que los recursos del ESM sean empleados en transferencias corrientes a empresas y hogares afectados, con una metodología establecida a tal efecto a nivel europeo.

El ESM concede créditos, pero tiene un mecanismo de compra de deuda pública en el mercado primario (*Instrumento de apoyo en el mercado primario*, artículo 17 del ESM) que le permite actuar sin límite en la compra de deuda pública en el mercado primario, algo que el BCE no puede hacer<sup>1</sup>. Para que esta posibilidad se ponga en marcha, así debe estar establecido en la concesión de la ayuda por parte del ESM, y plasmado en el Memorandum de Entendimiento. De esta forma los estados afectados podrían emitir unos bonos especiales, *eurobonos* a perpetuidad y con tipo de interés cero y sin cupón, que fueran comprados en el mercado primario por el ESM. Esta compra se financiaría con emisiones especiales de eurobonos (a perpetuidad, cero interés, cero cupón) por el ESM y comprados por el BCE en su totalidad, guardándolos en su balance hasta su desaparición.

Este instrumento del ESM determina que la compra en mercados primarios debe ser como mucho del 50% de la emisión (artículo 4 de “Guideline on the Primary Market Support Facility”), pero estas son “Guidelines”, es decir, orientaciones que pueden ser cambiadas. En el Tratado Constitutivo del ESM no existe límite alguno para este programa (artículo 17). Estas “guidelines” son establecidas por el *Managing Board* y, por tanto, no requieren modificación de tratados ni negociación política. Se podría añadir un punto para situaciones excepcionales específicamente asociadas al Covid19, previo acuerdo del *Managing Board*, que elimine dicho límite.

La inclusión del BCE en la ecuación permitiría incrementar la capacidad financiera del ESM prácticamente sin límite para atender las necesidades en un primer momento. El ESM tiene permitida la compra de deuda en el mercado primario a los estados miembros y, el BCE, dado que no son bonos nacionales, puede comprar en el mercado primario al ESM lo que supone de facto una monetización, no hace falta modificar ningún tratado y se podría poner en marcha en unos pocos días. Se podrían superar las limitaciones de los actuales programas de compra (*Asset Purchases Programs*) que tienen que tener una temporalidad y un volumen de recursos concretos. El LRTO no tiene límite ni de recursos ni de volumen ni de tiempo por lo que de facto esto convertiría al BCE en comprador de última instancia.

No generaría endeudamiento en mercados financieros para los países que recibieran esta asistencia sino a través de unos bonos a perpetuidad (o a 100 años) con cero intereses, comprados en su totalidad por el BCE. Tampoco transferencias entre estados miembros y no tendría asociado riesgo moral (las condiciones para recibir el dinero por parte de familias y empresas pueden ser consensuadas a nivel europeo). Todavía no sabemos cuán asimétrico será el shock de la pandemia entre países europeos, pero concentrando esta línea de crédito en aquellos países severamente afectados con medidas de restricción severas concentraríamos el esfuerzo y minimizaríamos el gasto. Los eurobonos son una solución a corto plazo que permita las transferencias corrientes entre estados miembros sin generar endeudamiento individual.

La fase de contención necesita de recursos inmediatos sin condicionalidad ni modificación de tratados o complejas negociaciones y sobre todo, se debe concentrar en los efectos inmediatos de la pandemia. Esto es fundamental para que sea políticamente aceptable evitando los problemas de riesgo moral provocados por comportamientos irresponsables de sobreendeudamiento. Se acudirá a la línea especial del ESM en la medida en que

---

<sup>1</sup> La corte del TJUE ha mostrado que este programa de compra en mercados primarios no infringe la cláusula de “no bail-out”, pues el ESM no asume formalmente la deuda del estado miembro (TJUE, Decision 2011/199)



- 
- a) La pandemia esté activa (o sus efectos) y
  - b) Se estén aplicando medidas de contención (o se hayan aplicado)

Por otro lado, este mecanismo genera un sistema de incentivos especialmente eficaz para la lucha contra la pandemia pues se reducirían los incentivos de los países a no imponer medidas de contención por miedo al impacto económico, ya que de hacerlo podrían tener acceso a la línea del ESM. En su conjunto, este mecanismo de intervención rápida es una solución técnica para financiar de forma rápida, eficaz y común internalizando las externalidades positivas de imponer medidas de contención.

### 3. Segunda fase de reconstrucción: la solución política

Separar ambas fases permite diferenciar los riesgos de cada una de ellas y elegir los instrumentos apropiados. La segunda fase, la de reconstrucción necesita unos recursos probablemente superiores a los que se han movilizad o en otras crisis. Todo depende de la profundidad del impacto (económico y humano) y la duración del mismo (lo que a su vez depende de las medidas de contención financiadas en la primera fase). En cualquier caso, cuando la pandemia pase habrá que reconstruir lo que se ha destruido durante las épocas de confinamiento. Es ya tradicional aludir al plan Marshal y a los recursos movilizad os, aunque en realidad éstos ni fueron tantos, ni durante mucho tiempo (Hoogan, 1989; Eichengreen y Uzan, 1992; Milward 1987, 1989). La ayuda asociada al plan Marshal se votaba anualmente en el Congreso de los EEUU para cada año fiscal desde el inicio del mismo, en 1949. Después del primer desembolso se intentó que los recursos fueran a multilateralizar el comercio intra-europeo, permitiendo utilizar los recursos del plan en liquidaciones entre los países. La mayor parte de las publicaciones estima que el plan acabó en diciembre de 1951, tres años antes de su estimada duración, cuando se crea la Economic Cooperation Agency. Su impacto fue mayor en la reconstrucción de mercados y sistemas de pago y compensación destruidos durante la guerra que en la cantidad de transferencias realizadas de recursos realizadas desde EEUU a los países europeos<sup>2</sup>.

La presente ocasión por tanto es diferente en al menos un aspecto, el plan de reconstrucción se puede hacer desde Europa y para Europa, una diferencia sustancial respecto al plan Marshal, que fue reflejo de la política exterior de EEUU (Barnes, 1984). Europa tiene en esta ocasión las instituciones creadas y aunque los estados nación europeos saldrán de esta crisis económica y socialmente afectados, el nivel de andamiaje institucional es muy superior al de 1945.

El gran reto es que durante la reconstrucción se entremezclarán los desafíos que existían antes de la crisis del Covid19 con la transformación que provocará éste. Esto añade una capa de recursos necesarios para la segunda etapa, marcada tanto por los efectos en el sistema productivo que provocará el Covid19 como por el cambio climático o la cuarta revolución industrial cuyos efectos siguen en curso sobreponiéndose a la pandemia. Por poner un ejemplo, la Comisión Europea (2019) establecía que para llevar a cabo el Green New Deal y alcanzar los objetivos acordados en el mismo hacían falta incrementar en alrededor 260.000 millones de euros en inversiones. La presidenta von der Leyen declaró el endurecimiento de los objetivos, por lo que esa cifra aun antes de esta crisis era ya demasiado reducida.

Si se tenía una necesidad de inversión masiva antes de la crisis por los retos económicos existentes, la presente situación solo añade motivos para implementarla. Dicha inversión se puede financiar de

---

<sup>2</sup> Una referencia que resume los recursos transferidos por países es Millward, 2004.

---

diferentes formas con diversos encajes en el marco normativo de la UE, algunos de los cuales se resumen en el Cuadro 1. Las posibilidades son infinitas, y este es solo un esbozo e intento de sistematización de ellas.

### *¿Es posible un plan de inversión europeo? No*

En el cuadro se dividen los posibles escenarios en función de si el plan de inversión es europeo, o si son planes de inversiones nacionales, de mayor a menor capacidad de movilización de recursos. Respecto al plan de inversión europeo, suponemos que la eurozona de forma conjunta podría movilizar recursos superiores (por reducción del riesgo). La manera de movilizar la mayor cantidad de recursos debería contar con un Presupuesto europeo, así como con un Tesoro que emitiera bonos para tal fin, que fueran comprados en su totalidad por el BCE. Son reformas dirigidas a solucionar los errores de diseño de la eurozona (Sawyer, 2012, 2017 Arestis and Sawyer, 2010a, 2010b, 2010c o De Grauwe, 2011 entre otros). Propuestas de este estilo aparecieron durante la crisis financiera Varoufakis, et. Al, (2012) y más recientemente por Piketty (2018). Bibow (2013) también propone la creación de un presupuesto de la UE y ETUC (2017) basándose en ese esquema y estimando una insuficiencia en la inversión pública en la UE de unos 300.000 millones de euros, lo aplica a un presupuesto de la UE para inversión pública. En este caso no es necesaria ninguna mutualización de la deuda. Sin embargo, la creación de un Parlamento Europeo a tal efecto, así como el nuevo tesoro, la forma de emisión y demás cambios suponen unas negociaciones políticas que no han sucedido nunca y no parece que vayan a suceder. Esta situación es altamente improbable que suceda.

En segundo lugar, tenemos la posibilidad de que, sin presupuesto común, se realice algún tipo de mutualización de la deuda parcial, con bonos de reconstrucción y un nuevo papel del BCE en la compra de los mismos. Esta opción tiene menor capacidad de movilización de recursos, (EC, 2011), ya que la primera opción permitiría reducir costes, generar economías de escala e internalizaría las externalidades positivas de una inversión que afecta a varios países. También requeriría un cambio institucional profundo con la creación de un mecanismo de mutualización, un reparto de capacidad de emisión y la modificación del estatuto del BCE como prestamista de última instancia. En numerosas ocasiones el BCE se ha mostrado contrario a dichas políticas pues supondrían una amenaza a la dominancia monetaria practicada en la eurozona, Joanne and Wang (2013) o Coeuré, (2016). Dadas las elevadas negociaciones políticas que conlleva y las declaraciones de los ministros de finanzas de países centrales en la crisis del Covid19, esta opción tampoco parece viable.

### *¿Es descartable por tanto un plan de reconstrucción? Tampoco*

Por lo anterior parece descartable un plan de estímulo a nivel europeo. Esto implica los que se lleven a cabo serán nacionales y, por tanto, los multiplicadores del gasto público serán inferiores (ver por ejemplo Clancy et. Al, 2014). Sin embargo, ello no significa que no se vayan a llevar a cabo dichos planes, ni que éstos tengan que ser insuficientes. Si la necesidad de reconstrucción existe, los estados miembros tendrán que llevar a cabo esta reconstrucción, tal y como ocurrió en los momentos posteriores a la 2GM. Millward (2000) precisamente muestra que la reconstrucción de Europa no provino del proceso de integración y no significó la desaparición de los estados nación. Antes al contrario, el proceso de integración estuvo modelado por las necesidades de los estados miembros, sus inversiones y fue el caldo de cultivo para el renacimiento del poder del estado nación. Como se ha mencionado antes, el Plan Marshall supuso un impulso en muchos aspectos, pero no en términos de recursos, que en el periodo de reconstrucción después de 1945 fueron principalmente provistos por los estados europeos. Esa reconstrucción a través de gasto público nacional -espoleado por una modificación política y económica sustancial- configuró el estado del bienestar europeo Piketty (2020). No ha existido una reconstrucción en el continente con fondos europeos en toda historia.

---

Adicionalmente, dado que la crisis del Covi19 se añade a los retos a los que se enfrentaban las economías antes de que llegara (Cambio Climático, Robotización), parece lógico que cada país diseñe su propia estrategia de reconstrucción sanitaria e institucional.

La aplicación de planes de inversión nacionales también necesita no obstante de encajes legales en el marco europeo. La primera de las opciones es que los estados emitan deuda y ésta sea comprada por el BCE sin límite, actuando éste como la FED, el BoE o el BoJ. Este tipo de planes han sido propuestos para EEUU para financiar el Green New Deal (Nersisyan y Wray, 2019). La política fiscal seguiría estando a cargo de los estados miembros, pero con un BCE actuando como prestamista de última instancia. Un plan de este tipo podría financiar en teoría cualquier nivel de gasto público, pero precisamente por ello esta opción ha sido ampliamente negada por los países centrales. De hecho y fue precisamente la razón para introducir el artículo 123 en el TFUE, que prohíbe explícitamente la compra de deuda pública en el mercado primario. Se hace difícil prever un cambio sustancial que permita al BCE la compra deuda en mercados primarios de forma ilimitada sin algún mecanismo de coordinación fiscal al estilo del SPG.

Queda por tanto la última opción como la más viable, que serían modificaciones parciales del reglamento de coordinación fiscal para la UE. Una posibilidad sería la introducción de una Regla de Oro para ciertas inversiones (verdes, sanitarias o de reconstrucción) de forma que no contabilicen para el cómputo del déficit. Antes de la crisis había un debate acerca de la modificación del marco fiscal y entre otros, el European Fiscal Board había propuesto la introducción de una regla de oro para la inversión pública (EFB, 2019). Junto con una relajación de la política del BCE con programas especiales tipo el Pandemic Emergency Purchase Programme aplicado en 2020 para responder a la crisis del Covid19. Deja en manos de los estados miembros la gestión de la reconstrucción proveyendo a los mismos de mecanismos de flexibilización fiscal, actuación del BCE y ayudas financieras por ejemplo del BEI.

Que no exista un plan de reconstrucción europeo no significa ni que éste no vaya a existir a nivel nacional ni que la UE no deba hacer nada. Serán las políticas fiscales y de redistribución en el seno de los países las que definan la reconstrucción y la nueva configuración de distribución de la renta, y el marco macroeconómico de la UE tendrá que adaptarse a ello.

## 6. CONCLUSIÓN

El Covid19 deja una crisis que debe ser atendida en un plan en dos fases, una de contención y otra de reconstrucción. Ambas fases, en el marco de la UE, necesitan dos instrumentos diferentes. La primera fase necesita de transferencias corrientes para sostenimiento de rentas que no genere endeudamiento asimétrico. Se propone para ello la creación de una línea en el ESM con plazos largos y sin ningún tipo de condicionalidad más allá de que sea utilizada para el sostenimiento de familias y empresas afectadas por el Covid19. Esto permite repartir el coste, generar un sistema de incentivos para la contención y externalidades positivas para la contención de la pandemia. La segunda fase necesita de recursos para inversión de reconstrucción, que en el marco de la UE se puede cristalizar de diferente forma. Dadas las restricciones políticas se plantea un esquema que intenta sintetizar la panoplia de posibilidades asociando a cada una de ellas diferentes montantes de recursos y diferentes requerimientos políticos.

En general, sabemos que en estas épocas de crisis económicas el nivel de déficit público incrementa junto con el nivel de endeudamiento. Después de la 2GM, Francia, Alemania y Reino Unido tenían una

---

deuda de entre 200% y 300%, que nunca fueron pagadas. Tal y como cuenta Piketty (2015) esa deuda desapareció paulatinamente por quitas, inflación e imposición a la riqueza. Depende de cómo se configure las dos fases descritas en esta crisis los países adaptarán sus estructuras productivas a las que UE tendrá que ir adaptándose.



---

## 7. REFERENCIAS

- Acharya, V. V., D. Pierret, and S. Steffen. 2018. Lender of last resort versus buyer of last resort evidence from the European sovereign debt crisis. Working Paper.
- Anderson, J., Bergamini E., Brekelmans S., Cameron A., Darvas Z., Domínguez M., The fiscal response to the economic fallout from the coronavirus. Bruegel dataset. Available at: <https://www.bruegel.org/publications/datasets/covid-national-dataset/>
- Arestis, P. and Sawyer, M.
- 2010. The Design Faults of the Economic and Monetary
  - 2010b. The problems of the Economic and Monetary Union: is there any escape?’, The Journal of Economic Analysis, vol. 1 no. 1 pp. 1-14
  - What Monetary Policy After the Crisis?’, Review of Political Economy Union’, Journal of Contemporary European Studies, vol. 19(1), pp. 19-30
- Arezki R., Nguyen, H., 2020. Novel coronavirus hurts the Middle East and North Africa through. In *Mitigating the COVID Economic Crisis: Act Fast and Do Whatever It Takes*. Ed: Richard Baldwin and Weder di Mauro. CEPR: London.
- Barnes, 1984. Barnes, Trevor, (1981): “The Secret Cold War: The C.I.A. and American Foreign Policy in Europe, 1946-1956. Part I.” The Historical Journal, vol. 24, no. 2, 1981, pp. 399–415. JSTOR, JSTOR, [www.jstor.org/stable/2638793](http://www.jstor.org/stable/2638793).
- Baldwin, R., Tomiura E., 2020. Thinking ahead about the trade impact of COVID-19. In *Mitigating the COVID Economic Crisis: Act Fast and Do Whatever It Takes*. Ed: Richard Baldwin and Weder di Mauro. CEPR: London.
- Benassy-Quéréç
- 2018. Bénassy-Quéré, A., M. Brunnermeier, H. Enderlein, E. Farhi, M. Fratzscher, C. Fuest, P.-O. Gourinchas, P. Martin, J. Pisani-Ferry, H. Rey, I. Schnabel, N. Véron, B. Weder di Mauro & J. Zettelmeyer (2018), ‘Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform’, CEPR Policy Insight, nr 91.
  - 2020. Bénassy-Quéré, A, A Boot, A Fatás, M Fratzscher, C Fuest, F Giavazzi, R Marimon, P Martin, J Pisani-Ferry, L Reichlin, D Schoenmaker, P Teles and B Weder di Mauro (2020), “ A Proposal for a Covid Credit Line”, VoxEU.org, 21 March.
- Bibow, J. 2013. Lost at Sea: The Euro Needs a Euro Treasury. FMG Special Papers sp227, Financial Markets Group.

- 
- Brunnermeier, M., L. Garicano, P. Lane, M. Pagano, R. Reis, T. Santos, S. van Nieuwerburgh, and D. Vayanos. 2011. "ESBies: A Realistic Reform of Europe's Financial Architecture," VoxEU, 25 October
- Cœuré, B. 2016. Sovereign debt in the euro area: too safe or too risky? Keynote address by Benoît Cœuré, Member of the Executive Board of the ECB, at Harvard University's Minda de Gunzburg Center for European Studies in Cambridge
- Clancy D., Jacquinot, P., Lozej, M. (2014). The effects of government spending in a small open economy within a monetary union. ECB Working Paper series.
- ECB, 2020. Decision (EU) 2020/440 of the European Central Bank
- De Grauwe, P.,
- Only a more active ECB can solve the euro crisis. The Centre for Economic Policy Studies Policy Brief, 250: 1–8.
  - 2013. The Political Economy of the Euro. Annual Review of Political Science Vol. 16:153-170 (Volume publication date May 2013)
- Dybvig, P. H., & Spatt, C. S. (1983). Adoption externalities as public goods. Journal of Public Economics, 20(2), 231–247. doi:10.1016/0047-2727(83)90012-9
- Dübel, H.-J. 2011. "Partial Sovereign Bond Insurance by the Eurozone: A More Efficient Alternative to Blue (Euro-)bonds," CEPS Policy Brief No. 252.
- ETUC, 2017. A European Treasury for Public Investment.
- European Fiscal Board, 2019. Assessment of EU fiscal rules. European Commission: Brussels.
- European Commission,
- 2001 Report: Cross-border clearing and settlement arrangements in the European Union - Giovannini Group - November
  - 2003 Report: EU clearing and settlement arrangements - Giovannini Group - April
  - 2011. GREEN PAPER on the feasibility of introducing Stability Bonds.
  - 2019. Communication of European Green Deal. EC communication from the commission to the European parliament, the European council, the council, the European economic and social committee and the committee of the regions. Available at: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/european-green-deal-communication\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/european-green-deal-communication_en.pdf)

---

FMI, 2020. Policy Response to Covid19. Policy tracker. Available at: <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19>

Gourinchas, 2020. Flattening the Pandemic and Recession Curves. In *Mitigating the COVID Economic Crisis: Act Fast and Do Whatever It Takes*. Ed: Richard Baldwin and Weder di Mauro. CEPR: London.

Gross, 2020. EU solidarity in exceptional times: Corona transfers instead of Coronabonds. Voxeu. Available at: <https://voxeu.org/article/corona-transfers-instead-coronabonds>

McKibbin Warwick J., 2020. The Global Macroeconomic Impacts of COVID-19: Seven Scenarios. CAMA Working Paper No. 19/2020

Nersisyan, Yeva and Wray, L. Randall, How to Pay for the Green New Deal (June 4, 2019). Levy Economics Institute, Working Papers Series 931 (2019). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3398983> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3398983>

Milward, A., S.,

- 2000. *European Rescue of the Nation-State*. Routledge: London and NY.
- 2004. *Europe and the Marshall Plan: 50 Years On*, in *Marshall Plan Today*. Ed: John Agnew and Nicholas Entrikin. Routledge: London and NY.
- 1977/2011. *The Development of the Economies of Continental Europe 1850-1914*. Routledge: Oxford.

Piketty, T.

- 2015 *Capital in the XXIst century*
- 2018. *Manifesto for the democratisation of Europe*
- 2020. *Capital and ideology*

Sawyer, M.

- 2017. *Can the Euro be saved?* Cambridge: UK.
- 2011. *Remedies for the Eurozone Crisis: Quack and Otherwise*.

Varoufakis, Y., Holland, S. 2012. A modest proposal for resolving the Eurozone crisis. *Intereconomics* 47, 240–247 (2012) <https://doi.org/10.1007/s10272-012-0424-9>

Winkler, A., 2014. Rescues Violating the German Constitution: The Federal Court Decides on a Theory of Finance. *Credit and Capital Markets*, 2014, vol. 47, issue 2, 213-240

Weizsacker, J.V., & J. Delpla (2010), 'The blue bond proposal, Policy Contributions nr 509, Bruegel.